

蓄势待发，等待行业转暖

——沈阳化工（000698）调研报告

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060-8867

✉ wanggang@cgws.com

要点：

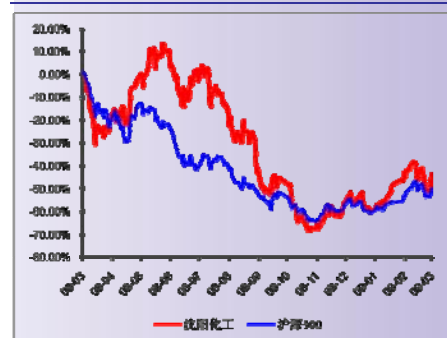
- 沈阳化工是一家主要生产石化产品的企业，大股东为沈阳化工集团，持股 33.66%。其实际控制人为蓝星集团。蓝星集团控股股东为中国化工集团，控股比例 80%，黑石集团持有另外 20% 的股权。沈阳化工主要有 8 家子公司，主营业务分布在石化、氯碱、汽车涂料等行业。
- 目前公司主要产能包括：13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱、约 30 万吨成品油、17 万吨丙烯酸及酯、2.5 万吨环氧丙烷、2.5 万吨聚醚、1500 吨气相法二氧化硅。正在新建一条 50 万吨的 CPP 装置。
- 目前我国共有 9 家糊树脂生产商，沈阳化工是最大的一家，本身国内糊树脂产能已经过剩，而下游的玩具等行业受金融危机打击较大，短期内，糊树脂的市场仍将低迷。
- 新建的 CPP 装置主要产品为乙烯和丙烯，都是重要的化工基础原料。我国每年需要大量进口乙烯的下游产品，乙烯当量自给率较低。大型的乙烯项目也成为了石化产业调整振兴规划的支持对象，我们认为 CPP 项目是公司长远发展的保证。
- 化工产品的价格随着原油价格的迅速回落也发生了剧烈的下跌，同时由于金融危机导致需求萎缩，目前化工市场比较低迷。我们认为目前化工市场已经有企稳的迹象，但是回暖仍需要油价以及实体经济的配合。
- 我们预测公司 08、09、10 年业绩分别为 0.498、0.290、0.559 元，对应 16.8、28.8、14.9 倍市盈率，短期内建议保持谨慎，给予中性投资评级。

投资评级：中性

盈利预测

万元	07A	08E	09E
营业收入	548679	616000	544500
营业成本	475155	520789	468507
营业利润	18527	29206	17320
利润总额	23908	29706	17320
所得税	8498	4456	2598
净利润	15444	25304	14754
EPS	0.366	0.498	0.290

公司股价相对大盘走势



相关报告

独立声明

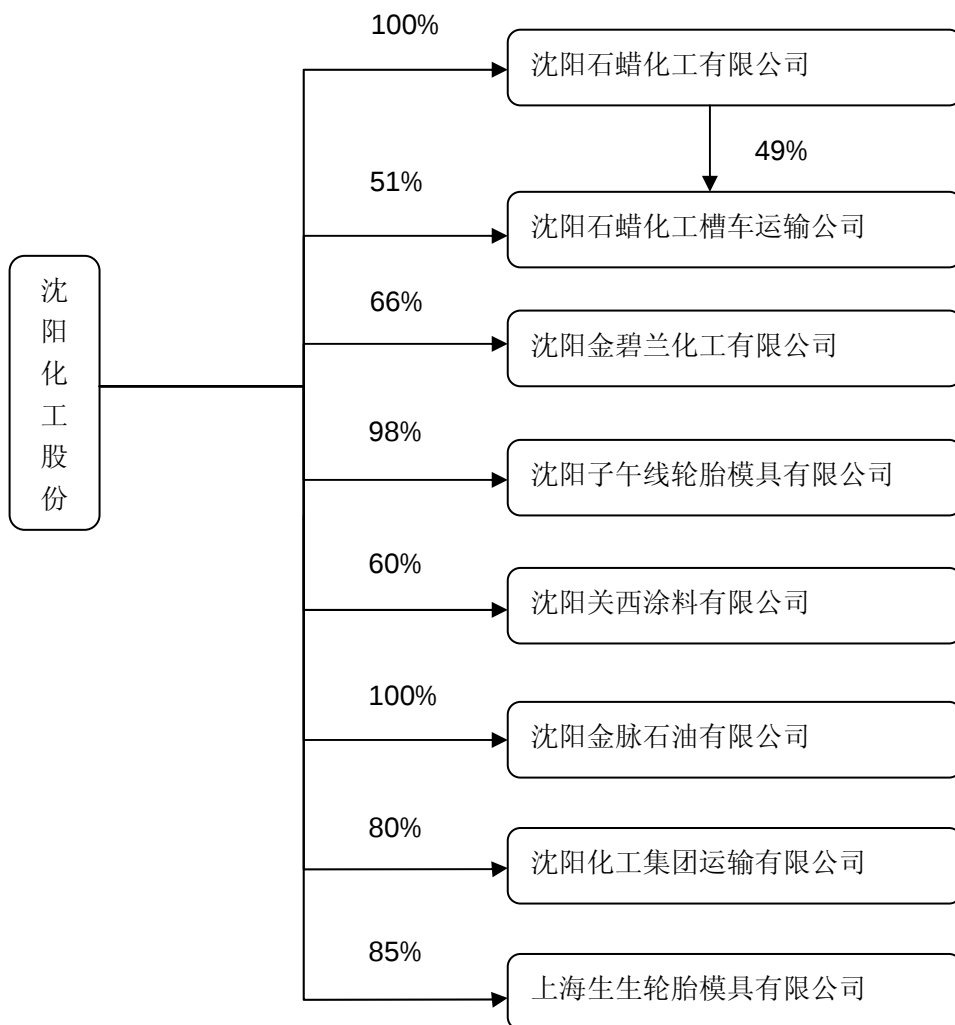
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



沈阳化工基本情况

沈阳化工是一家主要生产石化产品的企业，大股东为沈阳化工集团，持股 33.66%。其实际控制人为蓝星集团。蓝星集团控股股东为中国化工集团，控股比例 80%，黑石集团持有另外 20%的股权。

沈阳化工主要有 8 家子公司，主营业务分布在石化、氯碱、汽车涂料等行业。



目前公司主要产能包括：13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱、约 30 万吨成品油、17 万吨丙烯酸及酯、2.5 万吨环氧丙烷、2.5 万吨聚醚、1500 吨气相法二氧化硅。

公司现有一条 50 万吨 DCC 装置，正在新建一条 50 万吨的 CPP 装置。国内裂解裂化主要有四种方式：FCC 催化裂化、DCC 催化裂解、SC 蒸汽裂解和 CPP 催化热裂解。习惯上将原油生产成品油成为裂化，断裂长链化合物生产乙烯、丙烯等烯烃称为裂解，上述四种方法中，FCC 主要是生产成品油，SC 和 CPP 则是生产烯烃，DCC 是两者兼顾的一种方法。



沈阳化工 DCC 和 CPP 的生产原料都是常压渣油和重油,价格较为便宜(便宜约 30%)。原油来源是大庆的管输油。原有 50 万吨的原油指标,现又获得了 20 万吨新的指标,其余不足部分在市场上采购。

CPP 装置投资 25.76 亿元,公司 08 年定向增发募集 10 亿元,国家专项投入 1.5 亿元,其余部分工资通过自筹解决。目前 CPP 装置已经建成,由于冬季天气寒冷、以及化工市场较为低迷等原因,该装置暂时并未开车。

表 1: CPP 装置产能方案(万吨)

乙烯	20.00
丙烯	10.00
液化气	2.33
燃料气	2.97
轻油	3.97
石脑油	6.70
MTBE	3.95
自用燃料气	4.10

数据来源:公司公告

行业分析

糊树脂:需求低迷,短期难有起色

从前面的介绍可以看到,沈阳化工的产品可以分成三大类,氯碱、成品油以及烯烃类产品。

PVC 糊树脂主要应用于玩具、人造革、地板革、壁纸、医疗器械等领域。2007 年,全球 PVC 糊树脂总产量约 300 万吨,占 PVC 树脂总产量的 10%。80%的产能集中在美国、欧盟、日本、韩国。

我国原有糊树脂生产商 15 家,规模小于 1 万吨的企业逐渐被淘汰出局,08 年时只剩下 9 家,总产能 59.2 万吨。2008 年我国糊树脂产量 38 万吨,进口 15 万吨,出口 2 万吨,表观消费量 51 万吨。



表二：2008 年我国 PVC 糊树脂生产企业产能统计 万吨/年

沈阳化工	13
天津化工	11
上海氯碱	11
郴州华湘	10
安徽氯碱	6
武汉祥龙	3
湖北山水化工	2.5
东北高新	1.5
西安西化	1.2
合计	59.2

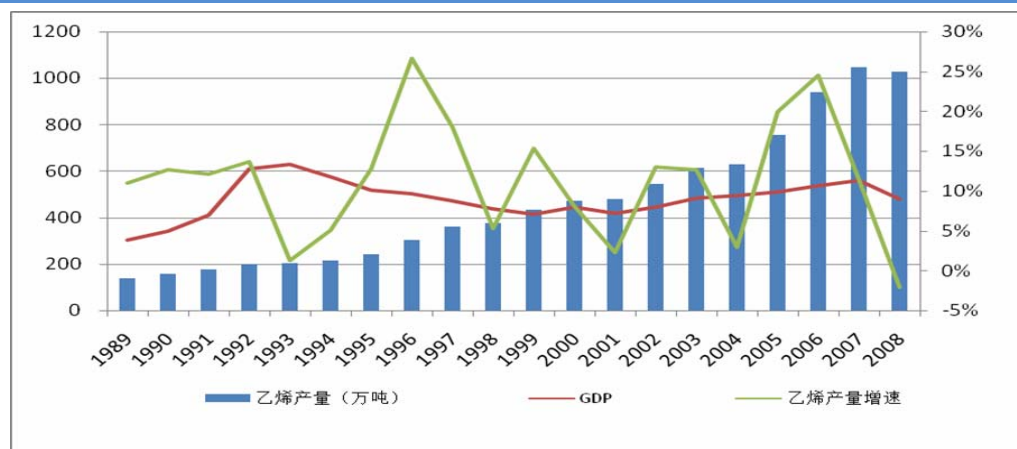
数据来源：中国石化工业协会

由于下游的玩具等行业受金融危机打击比较严重，因此糊树脂下游需求目前十分低迷，而国内产能过剩，再加上进口货源的打击，短期内糊树脂市场难有起色。

烯烃：获国家大力支持

乙烯是石化最基础的产品和原料，因此一个国家的乙烯产量是标志该国化工水平的指标之一。乙烯用量最大的是生产聚乙烯，约占乙烯耗量的 45%；其次是由乙烯生产的二氯乙烷和氯乙烯；乙烯氧化制环氧乙烷和乙二醇。另外乙烯芳烃化可制苯乙烯，乙烯氧化制乙醛、乙烯合成酒精、乙烯制取高级醇。

图 1：我国乙烯产量与 GDP 增长



数据来源：中华商务网，长城研究所



乙烯不易储存运输，因此一般都会就近在乙烯装置附近建聚乙烯装置等生产后续产品。所以我国乙烯虽然表面上虽然似乎自给自足，需求量和产量大致相当，但我国仍大量进口聚乙烯等下游产品，实际上的乙烯当量自给率不到 50%。

2008 年全国乙烯产能 996.5 万吨、产量 1025.6 万吨，全年生产聚乙烯 689.47 万吨。进口乙烯单体 72.11 万吨，出口 1.63 万吨。进口聚乙烯（LLDPE、LDPE、HDPE 合计）449.68 万吨，出口 6.66 万吨。

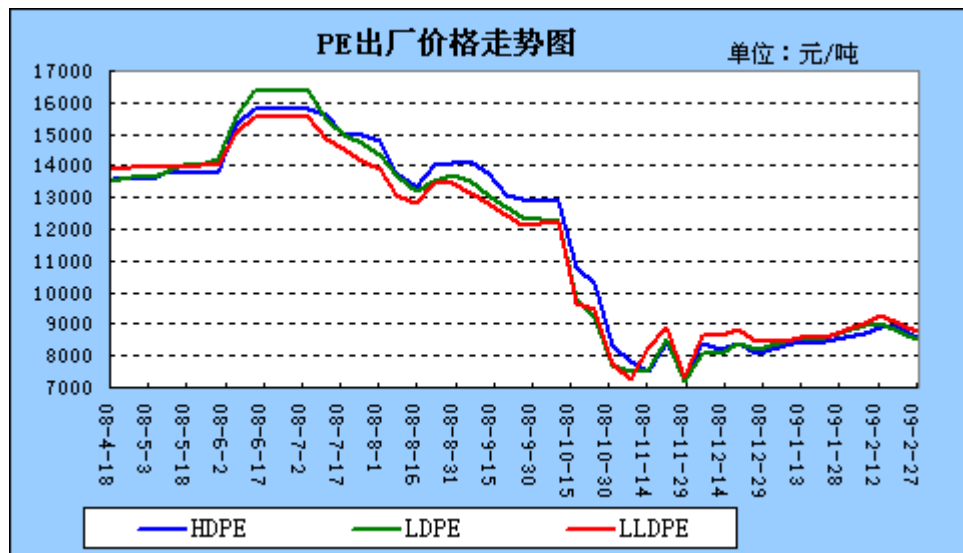
目前国内有近 700 万吨的大型乙烯项目正在建设。

目前在建和已批准乙烯项目		
项目	所属公司	产能设计
天津石化	中石化	100
镇海炼化	中石化	100
福建炼化	中石化	80
武汉石化	中石化	80
大庆石化	中石油	60
抚顺石化	中石油	80
独山子石化	中石油	100
四川彭州	中石油	80
沈阳石化	中国化工	20
辽通化工	兵器集团	45

在日前通过的石化产业调整振兴规划中，特别提到，要统筹重大项目布局，大力推进技术改造。抓紧组织实施在建炼油、乙烯重大项目，增强产业发展后劲。又有消息称，在后续将要推出的振兴规划细则中，20 项重大在建工程和 20 项重大新开工项目。上表中独山子石化、福建炼化、天津石化、镇海炼化、抚顺石化、大庆石化、以及沈阳化工的 50 万吨 CPP 项目获选 20 大在建项目，将获得国家大力支持。

沈阳化工的丙烯主要用来生产丙烯酸及酯和环氧丙烷。环氧丙烷主要用来生产聚醚多元醇，后者是生产聚氨酯的主要原料。丙烯酸和丙烯酸酯都是重要的化合物，在精细化工领域具有重要的地位，可以广泛应用于建筑、造纸、皮革、纺织、塑料加工、包装材料、日用化工、水处理、采油、冶金等领域。

图 2：聚乙烯出厂价格走势



数据来源：中华商务网，长城研究所

图 3：丙烯单体国际市场价格走势图



数据来源：中华商务网，长城研究所

石化产品目前的受制因素仍然是国际原油价格。国际原油期货价格近期震荡比较剧烈，总的看来，我们认为国际原油期货已经达到阶段性底部，并将在底部持续的震荡。

剧烈变化的原油期货价格说明目前进入了一个敏感期。冬季已经过去，取暖油需



求下降，汽油需求再次开始上升，可能会带动炼厂开工率的上升。欧佩克动议中的再次减产也会支撑原油价格。另外由于美国石油库存已经接近满库，因为未来的库存数据可能会更多的表现为下降而非上升，统计数据也可能会推高原油价格。

但是由于世界范围内经济危机并未有结束的迹象，需求并未有效恢复。第二波金融海啸可能来袭，因此原油价格也有再次下挫的可能。

因此短期内 40-50 美元之间的拉锯战还将持续，动荡不安原油期货也会给下游化工行业带来变数。

受金融危机的打击，石化产品需求收缩都比较厉害，但是作为最基础的化工原料，特别是在需要大量进口的情况下，我们仍然可以看好乙烯和丙烯的市场。

盈利预测

由于随着原油价格下跌，化工产品价格大幅跳水，因此虽然新项目 09 年能够投产，但是沈阳化工 09 年的业绩仍不可避免地出现下滑。我们认为 08、09、10 年沈阳化工每股收益将分别为 0.498、0.290、0.559 元，目前股价 8.35 元，对应着 16.8 倍、28.8 倍、14.9 倍市盈率。短期内，我们认为应该保持谨慎，给予中性评级。长期仍可保持关注。

利润表（万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	548679	616000	544500	775000
营业成本	475155	520789	468507	662513
利息收入	0	1263	2160	2429
利息支出	0	11828	11828	11828
销售费用	8427	6160	5445	7750
管理费用	29053	36960	32670	46500
投资净收益	-22	0	0	0
营业利润	18527	29206	17320	33337
营业外收支	5382	500	0	0
利润总额	23908	29706	17320	33337
所得税	8498	4456	2598	5001
少数股东损益	-33	-54	-32	-61
净利润	15444	25304	14754	28397
资产负债表（万元）				
货币资金	34960	172995	182559	217207
应收帐款	13984	12320	10890	15500
应收票据	22516	24640	21780	31000
存货	43209	47359	42604	60247
流动资产合计	143235	284862	282593	358978
固定资产	293173	297591	303190	303039
资产总计	461546	609250	611238	686130
短期借款	58520	58520	58520	58520
应付款项	55078	60368	54308	76796
流动负债合计	167796	183438	170704	217259
长期借款	100915	100915	100915	100915
负债合计	293335	308976	296242	342798
股本	42241	50841	50841	50841
留存收益	120207	243724	258477	286874
少数股东权益	5764	5710	5678	5617
权益合计	168212	300274	314996	343332
负债和股东权益总计	461546	609250	611238	686130
现金流量表（万元）				
经营活动现金流	28541	61657	40364	61873
其中营运资本减少	-22279	12049	-900	4818
投资活动现金流	-38610	-30434	-30800	-27225
其中资本支出	-38459	-27434	-30800	-27225
融资活动现金流	21108	106812	0	0
净现金总变化	11039	138035	9564	34648

主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性				
营业收入增长	31.8%	12.3%	-11.6%	42.3%
营业成本增长	32.0%	9.6%	-10.0%	41.4%
营业利润增长	16.1%	57.6%	-40.7%	92.5%
利润总额增长	56.0%	24.3%	-41.7%	92.5%
净利润增长	51.4%	63.8%	-41.7%	92.5%
盈利能力				
毛利率	13.4%	15.5%	14.0%	14.5%
销售净利率	2.8%	4.1%	2.7%	3.7%
ROE	9.2%	8.4%	4.7%	8.3%
ROIC	4.8%	9.1%	6.5%	9.9%
营运效率				
销售费用/营业收入	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用/营业收入	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%
投资收益/营业利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	35.5%	15.0%	15.0%	15.0%
应收帐款周转率	41.72	53.08	41.27	49.02
存货周转率	10.49	11.58	9.11	10.78
流动资产周转率	2.56	2.17	1.70	2.09
总资产周转率	1.02	1.01	0.84	1.10
偿债能力				
资产负债率	63.6%	50.7%	48.5%	50.0%
流动比率	0.85	1.55	1.66	1.65
速动比率	0.60	1.29	1.41	1.37
每股指标（元）				
EPS	0.366	0.498	0.290	0.559
每股净资产	3.98	5.91	6.20	6.75
每股经营现金流	0.68	1.21	0.79	1.22
每股经营现金/EPS	1.8	2.4	2.7	2.2
估值	2007A	2008E	2009E	2010E
PE	22.3	16.4	28.1	14.6
PEG	0.99	2.76	0.30	-
PB	2.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.31	9.14	10.74	8.09
EV/SALES	0.96	0.97	1.10	0.77
EV/IC	1.38	1.56	1.58	1.49
ROIC/WACC	0.56	1.07	0.77	1.16
REP	2.44	1.46	2.06	1.29

研究员：王刚

2000年至2007年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	推荐	说明
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。